

注册会计师

财务成本管理

考点强化班

第四章 资本成本

考点 1：资本成本的含义。投资资本的机会成本；投资项目的取舍率、最低可接受的报酬率。失去的收益；是潜在的；是针对具体方案（被放弃方案）的。

考点 2：资本成本的影响因素。无风险报酬率：无风险投资所要求的报酬率，如政府债券投资；经营风险溢价：公司未来的前景的不确定性导致的要求投资报酬率增加的部分；财务风险溢价：指高财务杠杆产生的风险

考点 3：债务资本成本的概念。（1）区分历史成本和未来成本；（2）区分债务的承诺收益与期望收益，债务投资组合的期望收益低于合同规定的收益（即“承诺收益”），把承诺收益视为期望收益是不对的；（3）区分长期债务和短期债务

考点 4：税前债务资本成本的估计。1. 到期收益率法（计算）；2. 可比公司法：可比公司应当与目标公司处于同一行业，具有类似的商业模式。最好两者的规模、负债比率和财务状况也比较类似；3. 风险调整法：没有上市的债券，也找不到合适的可比公司；税前债务成本=政府债券的市场回报率+企业的信用风险补偿率。政府债券的市场回报率：（1）与企业债券预期期限相同（到期日接近）；（2）到期收益率，不适用票面利率；4. 财务比率法：公司没有上市的长期债券，找不到合适的可比公司，也没有信用评级资料

考点 5：不考虑发行费用的普通股资本成本的估计。资本资产定价模型、股利增长模型、债券收益率风险调整模型。无风险利率的估计：选择长期政府债券的名义到期收益率

股票贝塔值的估计：①公司风险特征无重大变化时，可以采用 5 年或更长的历史期长度；②如果公司风险特征发生重大变化，应当使用变化后的年份作为预测期长度；使用每周或每月的报酬率。

市场风险溢价的估计：市场风险溢价= $r_m - r_{RF}$ ；选择时间跨度：既要包括经济繁荣时期，也包括经济衰退时期。几何平均法。

考点 6：混合筹资资本成本的估计。优先股 $= \frac{D}{V} \times (1 - \tau_c)$ ；永续债 $= \frac{D}{V} \times (1 - \tau_c)$

考点 7：加权平均资本成本。账面价值加权，实际市场价值加权，目标资本结构加权。如果考试没有说明以什么为权重，根据以往考试来看通常是以账面价值为权重。

应用风险调整法时容易掉的坑

第一步：找上市公司债券	1. 应选择与目标公司信用级别相同的上市公司，而非具有类似商业模式的同行业可比公司，也非到期日相同或相近的上市债券 2. 分别计算的是上市债券的到期收益率，而非票面利率或承诺收益率
第二步：找长期政府债券	1. 应选择与上市债券同期的政府债券，即到期日相同或相近，而非相同期限 2. 应选择长期政府债券，而非短期政府债券 3. 应计算的是政府债券的到期收益率，而非票面利率或承诺收益率
第三步：算差额平均	应计算平均信用风险补偿率，而非个别补偿率，平均方法使用算术平均

债务资本成本的估算

上市长期债券	可比公司	估用评级	使用场合	注释
有			到期收益率法	退而求其次
无	有		可比公司法	
无	无	有	风险调整法	
无	无	无	财务比率法	

核心考点自我评估

考点	评估	备注
资本成本的概念和影响因素		
债务资本成本的估计		
普通股资本成本的估计		
加权平均资本成本的计算		

3分：完全掌握； 2分：基本掌握； 1分：需强化

第五章 投资项目资本预算

考点1：净现值法。净现值=未来现金净流量现值-原始投资额现值。折现率的确定：项目资本成本。

优点：具有广泛的适用性，在理论上也比其他方法更完善。

缺点：净现值是个金额的绝对值，在比较投资额不同的项目时有一定的局限性。

考点2：现值指数。现值指数（PI）=未来现金净流量现值/原始投资额现值。现值指数是一个相对数指标，反映投资的效率；而净现值指标是绝对数指标，反映投资的效益。

考点3：内含报酬率。NPV=0的折现率。当内含报酬率高于投资项目资本成本时，投资项目可行。

考点4：回收期法。优点：回收期法计算简便，并且容易为决策人所正确理解，可以大体上衡量项目的流动性和风险。缺点：不仅忽视了时间价值，而且没有考虑回收期以后的现金流，也就是没有衡量盈利性；促使企业接受短期项目，放弃有战略意义的长期项目。

动态回收期考虑了货币时间价值。

考点5：会计报酬率。会计报酬率=年平均净利润/原始投资额×100%，会计报酬率=年平均净利润/平均资本占用×100%=年平均净利润/[(原始投资额+投资净残值)/2]×100%。优缺点：简单易理解、容易取得、考虑了寿命期全部利润，便于业绩预期和项目评价；忽视了折旧对现金流量的影响、忽视了净利润的时间分布。

考点6：互斥项目的优选问题。项目寿命相同，但是投资额不同，以净现值法结论优先。项目寿命不相同：共同年限法、等额年金法。共同年限法与等额年金法的缺点：（1）不可能原样复制；（2）均未考虑通货膨胀严重时的重置成本的上升；（3）未考虑竞争会使项目净利润下降，甚至被淘汰。

考点7：总量有限时的资本分配。现值指数。

考点8：投资项目现金流量的构成。（1）项目初始现金流量：包括设备购置及安装支出、垫支营运资本等非费用性支出。初始现金流量还可能包括机会成本；（2）项目寿命期内现金流量：主要包括新项目实施所带来的税后增量现金流入和流出；（3）项目寿命期末现金流量：包括设备变现税后净现金流入、收回营运资本现金流入等。另外，可能还会涉及弃置义务等现金流出。

考点9：固定资产更新决策。更新决策的现金流量主要是现金流出。即使有少量的残值变现收入，也属于支出抵减，而非实质上的流入增加。

固定资产的平均年成本：固定资产的平均年成本是指该资产引起的现金流出的年平均值。固定资产的平均年成本=现金流出总现值/(P/A, i, n)

考点10：所得税和折旧对现金流量的影响。营业现金毛流量=营业收入-付现营业费用-所得税=税后经营净利润+折旧=税后营业收入-税后付现费用+折旧×税率

考点11：投资项目折现率的估计。使用企业当前加权平均资本成本作为投资项目的资本成本应同时具备：（1）项目的经营风险与企业当前资产的平均经营风险相同；（2）公司继续采用相同的资本结构为新项目筹资。

考点12：可比公司法。如果新项目的风险与现有资产的平均风险显著不同（不满足等风险假设）。β资产不含财务风险，β权益既包含了项目的经营风险，也包含了目标企业的财务风险。

$$\beta \text{ 权益} = \beta \text{ 资产} \times [1 + (1 - T) \times \text{负债} / \text{股东权益}]$$

$$\beta \text{ 资产} = \beta \text{ 权益} \div [1 + (1 - T) \times \text{负债} / \text{股东权益}]$$

考点13：投资项目的敏感分析。1. 最大最小法：根据净现值为零时选定变量的临界值评价项目的特有风险；2. 敏感程度法：根据选定变量的敏感系数评价项目的特有风险。

核心考点自我评估

考点	评估	备注
项目评价指标		
互斥项目的优选问题		
总量有限时的资本分配		
投资项目现金流量的估计		
投资项目折现率的估计		

3 分：完全掌握； 2 分：基本掌握； 1 分：需强化

第六章 债券、股票价值评估

考点 1：债券分类。按能否提前赎回分类，分为可提前赎回债券和不可提前赎回债券。

考点 2：债券价值的计算。（1）平息债券，注意折现率和期数的匹配；（2）纯贴现债券；（3）流通债券。

考点 3：债券价值的影响因素。1. 面值越大，债券价值越大（同向）；2. 票面利率越大，债券价值越大（同向）；3. 折现率越大，债券价值越小（反向）。

4. 到期时间：对于平息债券（付息期无限小），当折现率一直保持至到期日不变时，随着到期时间的缩短，债券价值逐渐接近其票面价值。（1）平息债券：①付息期无限小（不考虑付息期间变化）溢价：随着到期时间的缩短，债券价值逐渐下降；平价：随着到期时间的缩短，债券价值不变（水平直线）；折价：随着到期时间的缩短，债券价值逐渐上升。最终都向面值靠近。②流通债券：流通债券的价值在两个付息日之间呈周期性波动。（2）零息债券：随着到期时间的缩短，债券价值逐渐上升，向面值接近。（3）到期一次还本付息债券：随着到期时间的缩短，债券价值逐渐上升。

5. 随着到期时间的缩短，折现率变动对债券价值的影响越来越小。

考点 4：债券的到期收益率。内插法求折现率。结论：1. 平价发行的债券，其到期收益率等于票面利率；2. 溢价发行的债券，其到期收益率低于票面利率；3. 折价发行的债券，其到期收益率高于票面利率。

考点 5：普通股价值的评估方法。评估方法：现金流折现模型、相对价值评估模型。

考点 6：普通股的期望报酬率。1. 零增长股票 $r=D/P_0$ ；2. 固定增长股票 $r=D_1/P_0+g$ ；3. 非固定增长股票：插值法

考点 7：优先股的特殊性：1. 优先分配利润；2. 优先分配剩余财产；3. 表决权限制。评估方法与期望报酬率

核心考点自我评估

考点	评估	备注
债券价值的影响因素		
债券的估值方法		
普通股的估值方法		

3 分：完全掌握； 2 分：基本掌握； 1 分：需强化

第七章 期权价值评估

考点 1：期权的类型。按照期权执行时间：欧式期权、美式期权；权利类型：看涨期权、看跌期权

考点 2：期权的到期日价值（执行净收入）和净损益。（1）多头和空头彼此是零和博弈：“空头期权到期日价值=-多头期权到期日价值”；“空头期权净损益=-多头期权净损益”；（2）多头是期权的购买者，其净损失有限（最大值为期权价格）；空头是期权的出售者，收取期权费，成为或有负债的持有人，负债的金额不确定。

考点 3：期权的投资策略。1. 保护性看跌期权；2. 抛补性看涨期权；3. 多头对敲；4. 空头对敲。含义，结合图计算净收入净损益。

考点 4：金融期权价值。期权价值=内在价值+时间溢价。期权的价值状态：实值、虚值和平价期权。

时间溢价是时间带来的“波动的价值”，是未来存在不确定性而产生的价值，不确定性越强，期权时间价值越大。一个变量（股票价格、执行价格、到期期限、股价波动率、无风险利率、红利）变动（其他变量不变）对期权价格的影响。

考点 5：期权价值的范围。1. 股票价格为 0，期权价值为 0；（看涨）2. 期权价值下限为内在价值。

在执行日之前，期权价值永远不会低于最低价值线；3. 看涨期权的价值上限是股价，看跌期权的价值上限是执行价格。

考点 6：复制/套期保值原理。套期保值率 $H = (C_u - C_d) / (S_u - S_d)$ ；借款额 $B = (H \times S_d - C_d) / (1+r)$

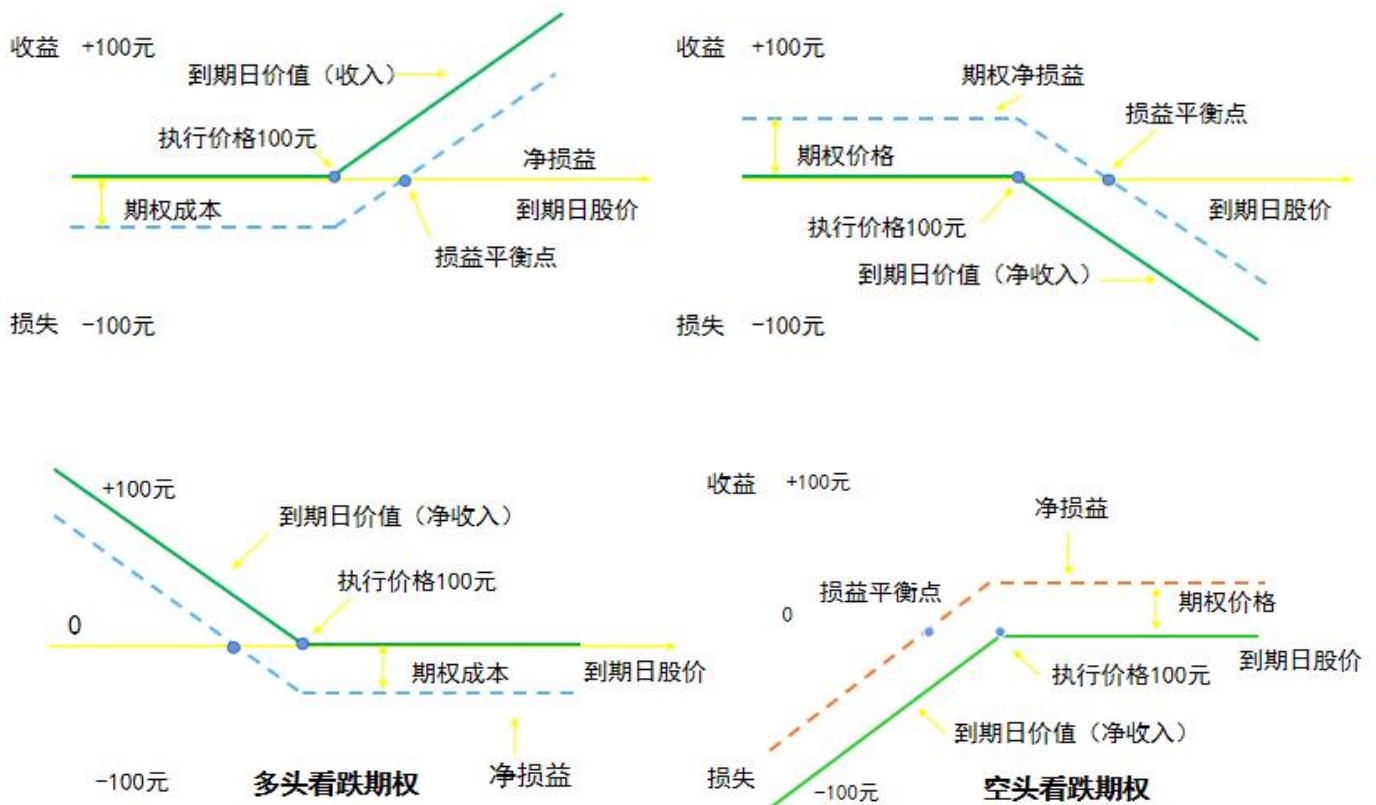
考点 7：风险中性原理（无套利原理）。期权价值 = (上行概率 $\times C_u$ + 下行概率 $\times C_d$) / (1+r)

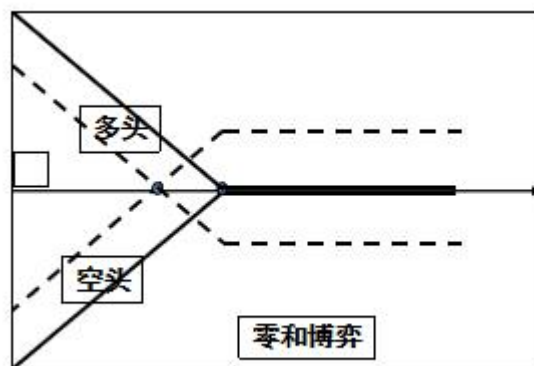
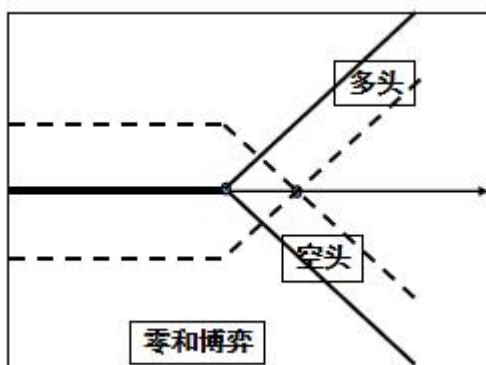
考点 8：二叉树期权定价模型。u：上行乘数=1+股价上升百分比；d：下行乘数=1-股价下降百分比；r：无风险期利率（期望报酬率） $r = p \times (u-1) + (1-p) \times (d-1)$ 。多期二叉树模型：u=1+上升百分比= $e^{\sigma\sqrt{t}}$ ；d=1-下降百分比= $1/u$

考点 9：布莱克-斯科尔斯期权定价模型（BS 模型）。7 条假设；公式： $C_0 = S_0 [N(d_1)] - Xe^{-rct} [N(d_2)]$ 或 $S_0 [N(d_1)] - PV(X) [N(d_2)]$ ；参数估计：（1）无风险利率的估计①期限要求：无风险利率应选择与期权到期日相同的政府债券利率。如果没有相同时间的，应选择时间最接近的政府债券利率。②这里所说的政府债券利率是指其市场利率（根据市场价格计算的到期收益率），而不是票面利率。③模型中的无风险利率是按连续复利计算的利率，而不是常见的年复利。

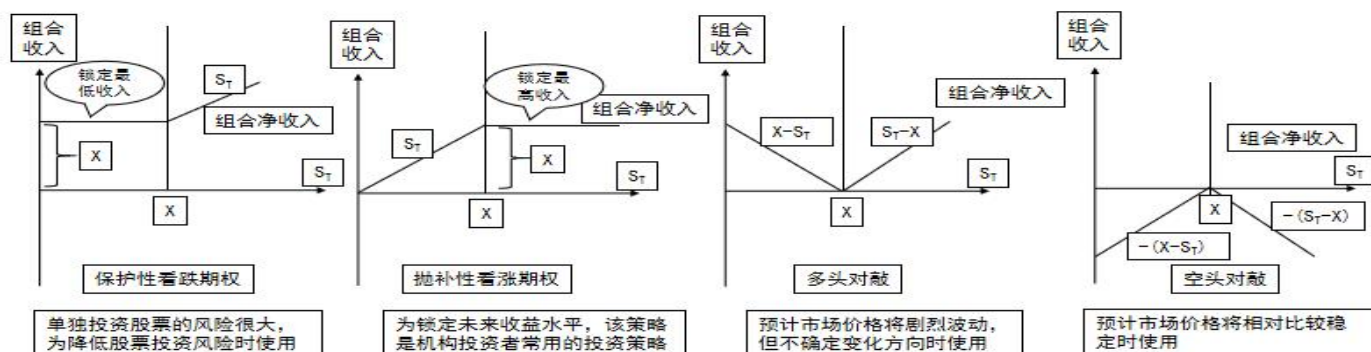
考点 10：看涨期权-看跌期权平价定理。欧式期权：看涨期权价格-看跌期权价格=标的资产的价格-执行价格的现值（折现率与期数匹配）

考点 11：美式期权估值。美式期权的价值应当至少等于相应欧式期权的价值，在某种情况下比欧式期权的价值更大。期权的种类





期权的投资策略



期权价值的影响因素

股价利率涨为正，执行价红利跌为正

影响因素	影响方向
股票市价	与看涨期权价值同向变动，看跌期权价值反向变动
无风险利率	【理解】无风险利率越高，执行价格的现值越低
执行价格	与看涨期权价值反向变动，看跌期权价值同向变动
预期红利	【理解】期权有效期内预期红利发放，会降低股价
到期期限	对于美式期权来说，到期期限越长，其价值越大；对于欧式期权来说，较长的时间不一定能增加期权价值
股价波动率	股价的波动率增加会使期权价值增加。 【提示】在期权估值过程中，价格的变动性是最重要的因素。如果一种股票的价格变动性很小，其期权也值不了多少钱。

核心考点自我评估

考点	评估	备注
各类单一期权头寸的损益分析		
不同期权投资策略的损益分析		
金融期权价值的影响因素		
金融期权价值的评估方法		

3 分：完全掌握； 2 分：基本掌握； 1 分：需强化

第八章 企业价值评估

考点 1：企业价值评估的对象。价值评估的一般对象：企业整体的经济价值。1. 整体不是各部分的简单相加；2. 整体价值来源于要素的结合方式；3. 部分只有在整体中才能体现出其价值

考点 2：会计价值、现时市场价值与经济价值的区别。会计价值：会计价值是指资产、负债和所有者权益的账面价值，会计价值反映历史，没有关注未来；而经济价值是未来现金流量的现值；

现时市场价值：现时市场价值可能是公平的，也可能是不公平的；而经济价值是公平的市场价值。

考点 3：企业整体经济价值的类别。1. 实体价值：企业全部资产的总体价值（并不是简单相加）；股权价值：股权的公平市场价值；净债务价值也不是它们的会计价值（账面价值），而是债务的公平市场价值。

2. 持续经营价值（简称续营价值）：由营业所产生的未来现金流量的现值；清算价值：停止经营，出售资产产生的现金流。

3. 少数股权价值与控股权价值：少数股权价值：是现有管理和战略条件下企业能够给股票投资人带来的现金流量现值；控股权价值：是企业进行重组，改进管理和经营战略后可以为投资人带来的未来现金流量的现值。控股权溢价=V（新的）-V（当前）

考点 4：现金流量折现模型。企业价值=预测期价值+后续期价值。后续期价值= $t+1$ 的现金流量/（资本成本-增长率） $\times (P/F, i, t)$ 。主体现金流量=归属主体的收益-应由主体承担的净投资①企业实体现金流=税后经营净利润-实体净投资（净经营资产增加）②股权现金流=税后净利润-股权净投资（所有者权益的增加）③债务现金流=税后利息费用-债权净投资（净负债增加）

考点 5：相对价值评估模型。1. 市盈率模型：本期市盈率= P_0 /每股收益 $0 = \text{股利支付率} \times (1 + \text{增长率}) / (\text{股权成本} - \text{增长率})$ ；预期（内在）市盈率= P_0 /每股收益 $1 = \text{股利支付率} / (\text{股权成本} - \text{增长率})$ 。关键因素是增长潜力。

2. 市净率模型：本期市净率=权益净利率 $\times$ 股利支付率 $\times (1 + \text{增长率}) / (\text{股权成本} - \text{增长率})$ ；预期（内在）市净率=（权益净利率 $\times$ 股利支付率）/（股权成本-增长率）。关键因素是权益净利率。

3. 市销率模型：本期市销率=营业净利率 $\times$ 股利支付率 $\times (1 + \text{增长率}) / (\text{股权成本} - \text{增长率})$ ；预期（内在）市销率=营业净利率 $\times$ 股利支付率/（股权成本-增长率）。关键因素是营业净利率。

考点 6：模型的适用性。1. 市盈率模型优点：①数据容易取得，计算简单，②把价格和收益联系起来，直观地反映投入和产出的关系，③涵盖了风险、增长率、股利支付率的影响，具有很高的综合性；局限性：如果收益是 0 或负值，失去意义；适用范围：最适合连续盈利的企业。

2. 市净率模型优点：①极少为负值，可用于大多数企业；②净资产账面价值的数据容易取得、理解；③净资产账面价值比净利稳定，也不易被人为操纵；④如果会计标准合理并且各企业会计政策一致，市净率的变化可以反映企业价值的变化。局限性：①账面价值受会计政策选择的影响，不同的会计标准或会计政策，失去可比性；②固定资产很少的服务性企业和高科技企业，净资产与企业价值的关系不大，其市净率比较没有什么实际意义；③少数企业的净资产是 0 或负值，市净率没有意义，无法用于比较。适用范围：主要适用于需要拥有大量资产、净资产为正值的企业。

3. 市销率模型优点：①不会出现负值，对于亏损企业和资不抵债的企业，也可以计算出一个有意义的市销率；②比较稳定、可靠，不容易被操纵；③对价格政策和企业战略变化敏感；局限性：不能反映成本的变化，而成本是影响企业现金流量和价值的重要因素之一；适用范围：用于销售成本率较低的服务类企业，或者销售成本率趋同的传统行业的企业

考点 7：模型的修正。1. 修正的平均市价比率法（先平均、再修正）；2. 股价平均法（先修正、再平均）

核心考点自我评估

考点	评估	备注
现金流量折现模型		
相对价值评估模型		

3 分：完全掌握； 2 分：基本掌握； 1 分：需强化